

投资评级：推荐（首次）

报告日期：2020年05月05日

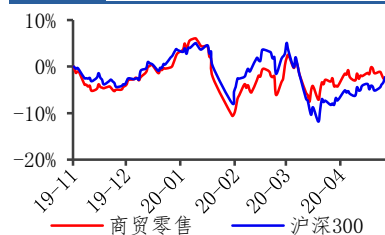
分析师

分析师：刘鹏 S1070520030002

☎ 021-31829686

✉ liupeng@cgws.com

行业表现



数据来源：贝格数据

相关报告

实地走访疫情下的火锅业：雨后自是艳阳天

——巴山夜话：火锅行业专题报告（一）

核心观点

- **疫情产生剧烈冲击，至暗时刻已过。**2020年初新冠疫情使零售、餐饮等服务企业暂停营业，虽然当前我国已取得阶段性胜利，多数企业复工复产，但境外输入病例不断攀升且仍偶有聚集性病例新增，居民外出减少对火锅业生存形成较大考验，客流量恢复仍需较长时间。疫情下，国家及各级政府出台相应的政策，通过向餐饮企业提供减税、信贷支持等多项措施以缓解成本压力，同时各地积极发放消费券，使得营业资金恢复流转，进一步缓和疫情对企业的冲击。火锅门店平均停业时长约为40天，估计火锅业在1-4月营业收入较预期状态降幅达到48.54%。
- **强者恒强，门店探访：餐饮行业恢复性消费逻辑得到验证。**通过实地探访，发现居民在疫情后的消费行为变得更加具有选择性，翻台率恢复情况不佳，平均下降幅度约60%，而海底捞则凭借龙头优势，翻台率已恢复80%左右。火锅外卖成为商家恢复初期营业的现金来源，然而川渝地区三日的外卖增长率可达150%，其他地区的外卖变化量则不是很明显，走访的小龙坎、小肥羊门店多数未开展外卖服务，故而外卖无法完全弥补堂食亏损而只能起到缓冲作用。此外，为减轻人力成本，火锅企业的临时工数量下降，部分加盟店由于经营压力出现了裁员现象，削减半数以上的员工。企业账面现金流状况以及再融资能力是应对成本压力的重要基础。
- **危中寻机：预期行业集中度将进一步得到提升。**突如其来的疫情沉重打击了“持续沸腾”的火锅业，企业资金状况和品牌优势在疫情下被明显放大，如何增加现金流形成更好的抵御风险能力成为企业思考的问题。从成本端看，火锅业主要承受较高的原料和人力成本，把控这两类成本能够提升盈利效率，获得更强的获利能力；从需求端看，疫情恢复期状况使火锅企业更加注重品牌吸引力的建设，此外疫情激发了多元化的消费需求，方便火锅销量提升370%，原本无外卖的火锅企业初次尝试了外卖服务，使火锅企业进一步扩展了业务范围和提升了品牌优势。
- **投资建议：**疫情给餐饮行业带来的危与机，我们坚信这对于行业龙头而言是绝佳的审视自身缺陷，突破桎梏的机会！优质赛道中狂奔，强者恒强！我们**强烈推荐关注**火锅龙头海底捞（6862.HK）、低估值优质标的呷哺呷哺（0520.HK）。以及相关受益标的：火锅调料龙头颐海国际（1579.HK）、连锁餐饮新贵九毛九（9922.HK）。
- **风险提示：**全球范围内新冠肺炎疫情后续扩散的不确定性；火锅/餐饮行业竞争激烈，需警惕企业现金流风险；疫情恢复后居民消费能力不足风险；火锅制品行业盈利能力下降风险等。

VISIT...

LANZAROTE
Caliente.COM

房中术(www.zuihaoziyuan.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄

扫码免费领取资料



、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

扫码加微信lax988988领取资料



更多免费教程: 英语学习, 技能提升, PS 教学, 投资赚钱, 音乐教程, 口才教学, 情商提升, 风水教学, 心理学, 摄影知识, 幼儿教育, 书法学习, 记忆力提升等等.....

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ: 167520299 或添加微信: 1131084518 (备注PDF)

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能, 理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课, 全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信: 1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13、柔软性爱宝典 日本 9800 课
14、李熙墨 3999 全套课
15、妖精性爱课 2888
16、李银河全套性课
17、领统统性课
18、德勇男性篇
19、德勇男性篇
20、缓慢性爱
21、亚当多体位搭配篇
22、亚当多体位结合篇
23、德勇克服早泄讲座练习
24、德勇以女性为中心得爱抚
25、加藤鹰接吻爱抚舌技
26、加藤鹰指技
27、加藤鹰四十八手入门
28、佐藤潮吹教学
29、佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30、佐藤男人早泄对抗训练
31、阿拉伯延时训练
32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

目录

1. 疫情产生剧烈冲击，“扶持+自救”谋求持续生存.....	4
1.1 疫情加重经营压力，营收呈现断崖式下降.....	4
1.2 门店探访：恢复尚需时间，龙头企业优势显著.....	6
1.3 疫情下看海底捞：缘何快速恢复堂食活力.....	9
2. 危中寻机：稳存量、增流量.....	11
2.1 完善供应链体系，加强成本把控能力.....	11
2.2 增强品牌吸引力，适应多情景消费需求.....	13
3. 投资建议.....	17
4. 风险提示.....	17

图表目录

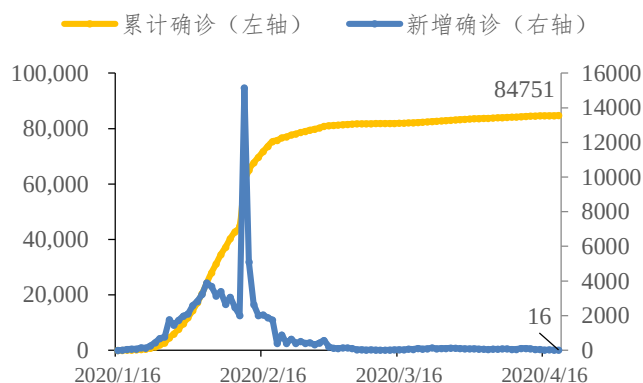
图 1:	全国新冠肺炎确诊病例及新增	4
图 2:	近一年餐饮业收入	4
图 3:	疫情期间门店面临的主要困难情况	5
图 4:	火锅门店金减免情况	5
图 5:	2014-2019 火锅业收入变动	5
图 6:	火锅门店成本估计	5
图 7:	海底捞向顾客展示防疫说明	6
图 8:	凑凑门店外设置安心站	6
图 9:	凑凑堂食赠送食品	7
图 10:	单人就餐海底捞推荐四官格锅底	7
图 11:	海底捞堂食情况	8
图 12:	呷哺呷哺堂食情况	8
图 13:	海底捞的客户基础形成模式	9
图 14:	海底捞自建羊肉产地	11
图 15:	呷哺呷哺与锡林郭罗盟签订协议	11
图 16:	呷哺呷哺三级配送体系	12
图 17:	呷哺呷哺、凑凑门店布局	12
图 18:	海底捞供应链关联企业	12
图 19:	海底捞智慧餐厅机械化处理	13
图 20:	呷哺呷哺送餐机器人	13
图 21:	直营店与加盟店数量比重	13
图 22:	火锅消费者性别比例	14
图 23:	火锅消费者年龄构成情况	14
图 24:	火锅+茶饮”的凑凑	14
图 25:	小龙坎与可口可乐合作	14
图 26:	2018-2019 年中国城市地铁运营时间对比	15
图 27:	2016-2022 年中国夜间经济发展规模及增长预测	15
图 28:	传统火锅企业火锅料产品	16
图 29:	传统火锅企业销售方便火锅	16
图 30:	2013-2020 年我国火锅调味料市场规模及增速预测	16
图 31:	颐海国际各品类营收占比	16
表 1:	疫情期间国家及各级政府部分支持措施	6
表 2:	疫情期间走访门店人员情况	7
表 3:	疫情期间走访门店配送情况	7
表 4:	近三年火锅业榜单排名变化	8
表 5:	疫情期间走访火锅店客流量情况	8
表 6:	海底捞预警及疫情处理措施	9
表 7:	夜经济发展相关政策（部分）	15
表 8:	不同种类火锅外卖适应情况	15
表 9:	方便火锅部分品牌	17

1. 疫情产生剧烈冲击，“扶持+自救”谋求持续生存

1.1 疫情加重经营压力，营收呈现断崖式下降

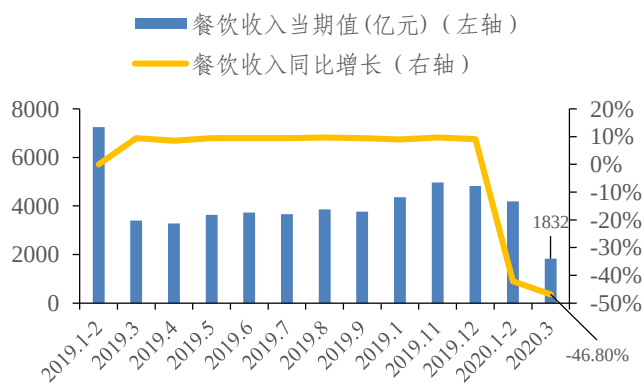
2020年初新冠疫情使零售、餐饮等服务企业暂停营业，虽然当前我国已取得阶段性胜利，多数企业已经复工复产，但境外输入病例不断攀升且仍偶有聚集性病例新增，居民外出减少对餐饮行业生存形成较大考验。在此期间，餐饮业由于停业和客流量下降等因素，营业收入产生了断崖式下降。根据国家统计局3月16日发布数据显示，2020年1-3月份，全国餐饮收入6026.3亿元，同比下降43.4%。

图 1: 全国新冠肺炎确诊病例及新增



资料来源: iFinD、长城证券研究所; 注: 统计截止至2020年4月19日

图 2: 近一年餐饮业收入

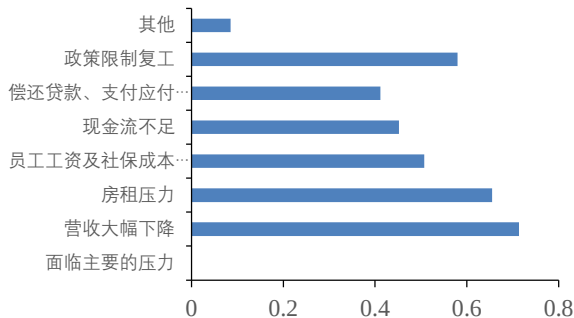


资料来源: 国家统计局、长城证券研究所

门店扩张增加成本负担。根据美团点评发布的《中国餐饮报告 2019》，火锅业成为餐饮行业最大的细分品类，2018年火锅消费占据全品类20.3%，而据中国饭店业协会数据，其租金成本占营业收入比重却为所有细分品类中最高的，为12.01%。由于火锅易于标准化，随扩张门店数量逐年上升，疫情造成的收入下降与持续支出的租金成本矛盾较正常营业状态下更为突出。

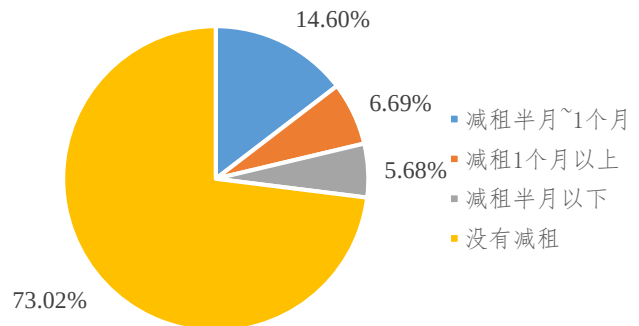
根据《2019 中国餐饮业年度报告》列示，火锅企业成本占营业收入比重最高的三个项目分别为原料进货成本、人力成本和房租及物业成本。根据《疫期火锅门店生存状况调查》，疫情爆发初期，以万达为代表的多个商城管理方相继发起减租免租政策，缓解门店压力，但超过70%的火锅商家至2月末尚未享受到租金减免，80%以上的火锅店现金流无法支撑超过3个月。

图 3: 疫情期间门店面临的主要困难情况



资料来源: 火锅餐见、长城证券研究所

图 4: 火锅门店金减免情况

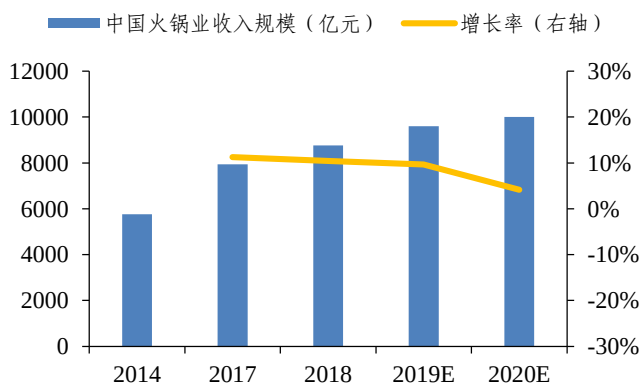


资料来源: 火锅餐见、长城证券研究所

堂食客流量恢复尚需时间。根据各地疫情控制情况多数火锅企业 3 月起陆续复工, 众多火锅连锁企业, 如海底捞、呷哺呷哺、小龙坎除湖北省部分城市都已经恢复营业状态。从仅限外卖到恢复堂食, 企业的收支矛盾在逐渐缓和。然而疫情使居民的消费能力和消费信心下降, 部分居民更倾向于自制食品, 减少聚集削弱了火锅的社交功能, 在当前众多不确定性因素下, 虽然已经复工复产, 但堂食恢复情况仍不理想, 中小企业收入可能无法弥补成本支出, 因此预计火锅业整体在短期内仍无法恢复至原有水平。

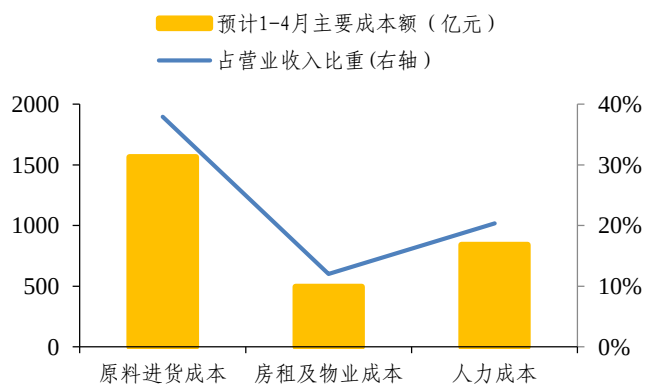
估计火锅业 1-4 月收入较正常预期降幅达 48.54%。在疫情期间火锅企业运营大致可分为两阶段: 停业阶段和恢复阶段, 根据火锅企业公告、艾媒咨询、草根调研等数据显示火锅门店约为火锅门店平均停业时长约为 40 天, 恢复营业至今客流量下降约 60%, 估计火锅业在 1-4 月营业收入较正常经营预期收入降幅将达到 48.54%。

图 5: 2014-2019 火锅业收入变动



资料来源: 中国饭店业协会、前瞻产业研究院、长城证券研究所

图 6: 火锅门店成本估计



资料来源: 中国饭店业协会、长城证券研究所

政府支持减轻企业负担。疫情初期居民消费意愿大幅下降, 火锅的社交功能也被削弱, 火锅业客流量较以往明显下降, 许多门店翻台率不足疫情前一半水平, 企业成本压力仍是生存的重要威胁。对此, 国家及各地政府出台相应的政策, 通过向餐饮企业提供减税、信贷支持等多项措施以缓解成本压力, 同时各地积极发放消费券, 使得营业资金恢复流转, 进一步缓和疫情对企业的冲击。以消费券为例, 根据公开报道整理, 截至 4 月末我国已有超过 18 个省份发放了消费券, 其中餐饮消费券发放已超 4 亿元。消费券发放的最大意义在于加速消费者信心回归, 由于具有有效期限, 因此其短时间内能够加速消费回暖, 据美团点评数据, 消费券能为餐饮业多带来 20% 的客流量, 有效缓解疫情冲击。

表 1: 疫情期间国家及各地政府部分支持措施

时间	措施
3 月 5 日	减免个体工商户疫情期间有关认证认可、检验检测费用。鼓励各地结合实际减免个体工商户房租。
3 月 19 日	中共中央政治局常务委员会召开会议时就提到,要把复工复产与扩大内需结合起来,把被抑制、被冻结的消费释放出来,把在疫情防控中催生的新型消费、升级消费培育壮大起来,使实物消费和服务消费得到回补。
4 月 14 日	浙江建德向外地游客发放 1000 万元旅游消费券,每人可领面值 500 元,用于住宿、景点、餐饮等,外地游客扫码即可领取。
4 月 21 日	经国务院批准,国家发改委等 23 个部门联合发布《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》,提出进一步完善免税业政策、促进重点群体增收激发消费潜力、稳定和增加居民财产性收入等措施。

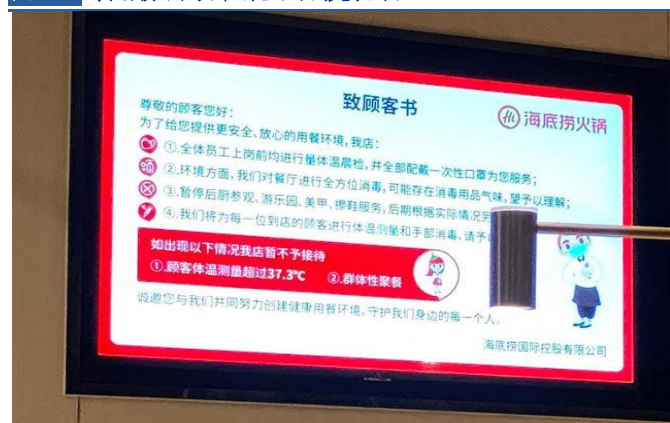
资料来源: 人民网, 中国经济时报, 长城证券研究所

1.2 门店探访: 恢复尚需时间, 龙头企业优势显著

通过实地探访海底捞、呷哺呷哺、凑凑、小龙坎和小肥羊这五个品牌的门店, 发现居民在疫情后的消费行为变得更加具有选择性, 防疫措施周到的火锅企业能够获得更多消费者的信任, 而海底捞由于口味与服务俱佳成为许多人火锅堂食的首选。根据门店探访, 火锅企业面对成本压力, 背靠智能化的供应链体系和雄厚的现金流成为生存的关键, 而直营模式应对疫情冲击管理更严格和统一, 对人员的保障能力更强, 单店抗风险能力更强。

防疫措施略有差异, 直营门店更加严格。 火锅门店通常为直营店或者加盟店, 海底捞和呷哺呷哺采用直营模式, 更方便进行统一管理。海底捞餐厅中对每个餐台放置“已消毒”标志, 服务员会提醒离座必须戴口罩, 采用八人以上必须分桌等方式严格防疫。多数企业都会放置“安心卡”公示员工身体状况, 而部分加盟店除服务人员佩戴口罩之外并没有其他公示的防疫措施。

图 7: 海底捞向顾客展示防疫说明



资料来源: 网络资料, 长城证券研究所

图 8: 凑凑门店外设置安心站



资料来源: 网络资料, 长城证券研究所

成本压力较大, 压缩空间有限。 疫情期间现金流出量大、成本负担重, 因此多数门店服务人数出现大量下降。根据门店探访发现, 出于用餐高峰时间段客流量减少和高校几乎未复学的原因, 门店中临时工数量减少; 另外由于火锅加盟店人员管理具有一定独立性, 与直营店相比获得总部支持更少, 部分火锅加盟店也出现了裁员现象。

表 2: 疫情期间走访门店人员情况

品牌	临时工变化	正式工变化	工资发放情况
海底捞	无临时工	未裁员	停业期间仍有工资发放
呷哺呷哺	有本地大学生临时工	未裁员	疫情期间按规定发放工资
凑凑	由于高校尚未开学，复工后暂无临时工	未裁员	疫情期间按规定发放工资
小肥羊	无临时工	部分门店出现裁员	疫情期间按规定发放工资
小龙坎	无临时工	未裁员	疫情期间按规定发放工资

资料来源：草根调研、长城证券研究所

餐厅品质未变，顾客满意至上。虽然由于疫情造成火锅企业较重的成本压力，但通过走访发现，火锅企业的供应环节未出现问题，且由于疫情期间客流量存在加大的不确定性，为保证供应的及时性和新鲜度，门店的清点工作和企业配送更加频繁，例如小肥羊在疫情之前蔬菜为每日一送，肉类三日一送，而在疫情期间则每天清点配送以及时调整供应量，更高保证菜品质量。

表 3: 疫情期间走访门店配送情况

品牌	配送方式	变化情况
海底捞	一日一送	无变化
呷哺呷哺	蔬菜一日一送，易于保存食材一周一送	无变化
凑凑	蔬菜一日一送，易于保存食材一周一送	无变化
小肥羊	蔬菜一日一送，肉类三日一送	所有食材一日一送
小龙坎	一日一送	无变化

资料来源：草根调研、长城证券研究所

疫情期间的经营压力并未改变门店服务质量，在实地走访时，海底捞的服务人员会根据用餐人数提供合理的锅底、菜量建议，尽管疫情期间处于亏损状态，服务人员仍然会通过消费者喜好赠送零食、火锅底料等商品。同样在经营压力较大的情况下，凑凑一如以往对到店顾客提供赠饮和小食，部分锅底食材无限量供应。五家企业菜品价格都没有上涨，也未见推荐高价菜情况，皆以顾客的理性消费为重。

图 9: 凑凑堂食赠送食品



资料来源：网络资料、长城证券研究所

图 10: 单人就餐海底捞推荐四官格锅底



资料来源：长城证券研究所

火锅企业竞争激烈，未见“报复性消费”。虽然疫情期间居民的各方面消费需求被抑制，一旦得到释放可能会导致“报复性消费”。但是由于火锅门店分布广，竞争性较大，加之各门店复工时间并不集中，使得消费具有分散性，通过走访得知，消费者点餐量理性，未出现报复性消费状况。此外由于火锅的食用需要器具，火锅的外卖形式仍处于尝试阶段，因此复工后多数门店营业额并未出现显著上升，恢复至原有水平尚需时间。

图 11: 海底捞堂食情况



资料来源：网络资料、长城证券研究所

图 12: 呷哺呷哺堂食情况



资料来源：网络资料、长城证券研究所

表 4: 近三年火锅业榜单排名变化

序号	2016 年	2017 年	2018 年
1	海底捞	海底捞	海底捞
2	黄记煌	呷哺呷哺	呷哺呷哺
3	小尾羊	小龙坎	香天下
4	呷哺呷哺	黄记煌	德庄
5	德庄	德庄	刘一手

资料来源：中国饭店业协会、长城证券研究所

通过走访不同企业，我们发现多数门店客流量下降水平较为一致，自 3 月初复工至 4 月末，翻台率下降约达 60%，复工至今客流量恢复情况并无明显变化。相比而言，海底捞则表现出较强的恢复能力，虽然一轮“涨价风波”将其推至风口浪尖，但由于涨价发生期较短且道歉态度诚恳，同时企业及时提供补偿措施，因此这一事件并未对海底捞造成长期影响。在恢复营业阶段，其翻台率已从恢复初期约 2 次增长到约 4 次。

表 5: 疫情期间走访火锅店客流量情况

品牌	正常营业 翻台率	4 月末 翻台率	人均消费 (元)	外卖情况
海底捞	4.8	约为 4	101.1	疫情前后外卖量变化幅度不大，门店自提满 200 享 69 折优惠。
呷哺呷哺	2.6	约为 1	53.3	以呷煮呷烫冒菜外卖为主，疫情前后外卖量变化幅度不大
凑凑	>2	约为 1	110	饮品外卖保持销售，上线火锅外卖及自提服务
小龙坎	>2	<1	82	疫情后外卖供应量增加，部分门店不提供外卖，川渝地区外卖量增长较大
小肥羊	>2	<1	70	多数门店不提供外卖

资料来源：公司公告、大众点评、草根调研、长城证券研究所

1.3 疫情下看海底捞：缘何快速恢复堂食活力

从海底捞复工后的经营情况来看，客流量较疫情前的下降主要集中在工作日，节假日的客流量并未出现明显变化，并且在 3-6 月为海底捞营业淡季，因此疫情的短时冲击并未对其产生长期不利影响。随着疫情逐渐好转，居民的出行量增加，海底捞在复工一个月内已将翻台率提升一倍，这离不开其全面的防疫措施、长期积累的顾客基础、员工管理和激励以及强大的现金流支持。

用餐安全有保障。疫情期间居民外出就餐首要考虑是安全，在食品安全方面，海底捞一直以来都有严格的把控，对食材的配送温度、验收标准等环节都有明确的规定，这会使消费者对食品安全产生信赖。在防疫工作方面，海底捞在疫情大规模蔓延前就已对员工下发了相关安全保障文件，预警及时；当疫情发展严重时，海底捞紧急架构起一套战时组织，形成了良好的疫情管理模式；恢复堂食后，除登记顾客信息外，海底捞还将消毒措施进行公示，每一餐桌上都有“餐位已消毒”标识，服务员会提醒离座必须戴口罩，同时更换毛巾的频率也有所增加。可见，海底捞从多方面向用餐者传递安全信息，使顾客对海底捞完善的防疫管理有了直观感受，从而带动了堂食恢复。

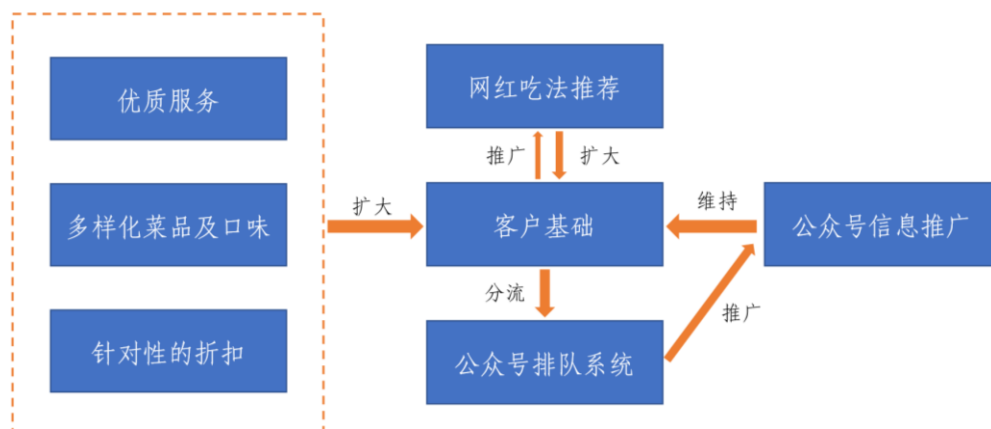
表 6: 海底捞预警及疫情处理措施

日期	措施
1 月 3 日	“武汉发现不明原因肺炎”的新闻在海底捞内部引起关注，海底捞食品安全管理中心向全国门店下发了《关于冬季预防诺如病毒等冬春流行性疾病的预警通知》，特别提醒了由于武汉出现不明原因肺炎，应避免外出至人群聚集地。
1 月 9 日	海底捞向门店下发《关于武汉不明原因肺炎防控备忘录》的文件。要求门店所有员工学习，并开始持续关注不明肺炎的消息和门店员工的身体状态。
1 月 23 日	武汉封城，疫情事态趋于严重，海底捞高层旋即作出决定，成立防控疫情总指挥部，在集团层面进行分工，董事长张勇和几位核心高管悉数投入战场，处于随时应战的状态。
1 月 24 日	海底捞在北京、上海、广州、深圳、郑州、西安六个门店数量超过 30 家的城市建立指挥部。
1 月 25 日	疫情在全国蔓延开来，海底捞遂在全国范围内成立 24 个城市区域现场指挥部，涵盖内地所有门店。疫情在全国蔓延开来，海底捞遂在全国范围内成立 24 个城市区域现场指挥部，涵盖内地所有门店。并按照同样模式设立第一副指挥、第二副指挥，所在城市和区域的店经理担任组员，每个指挥部均配备物流供应和食品安全管理人员。

资料来源：海底捞官微、新闻等公开资料整理、长城证券研究所

顾客基础形成消费倾向，服务特点符合居民心理。海底捞在菜品种类上不断创新，优质的服务形成了区别于其他火锅店的特点，增加了顾客基础。虽然人均消费较高，但其针对消费能力较弱但消费时间灵活的大学生实行客流量较少时段的折扣，不仅提升了翻台率，也扩展了客源的年龄分布。海底捞依靠服务营销和网络推广形成了广泛的顾客基础，使隔离后的消费有了倾向性。此外，居家隔离使居民在饮食上需要亲力亲为，与海底捞无微不至的服务环境形成了鲜明对比，而其他火锅店的服务较为同质化，因此海底捞能够以其深入人心的服务带给隔离后的居民更满意的就餐体验感。

图 13: 海底捞的客户基础形成模式



资料来源：公开资料整理、长城证券研究所

“患难见真情”——疫情下看海底捞的人员管理。在特殊时期，企业家信心是支撑员工信心的关键，一线服务人员是向消费者传达企业信心的窗口，完善的员工保障和激励能使员工更有动力。通过与海底捞员工交流得知，春节期间海底捞对滞留的外地员工依然提供食宿等基本保障，并搭建心理辅导团队及时提供心理咨询，对宿舍的消毒措施处理也很到位；海底捞外地员工返回被隔离期间，福利、工资同样是正常发放，海底捞将员工的健康放在首位，全面的防疫措施和细致的企业关怀使员工更为真切地感受到“家”的温暖。不仅如此，海底捞还于4月27日发布公告宣布未来10至15年的领导人才选拔计划，基层人员亦有机会成为海底捞接班人。这一长期计划给予基层员工的更高晋升空间，特殊时期下不失为一种稳定团队、激励员工的好方式。

现金流成为抵御风险的基础。由于火锅业具有高周转率，许多企业会以大品牌、高流量对冲房租和人工成本，在疫情的冲击使周转不足的情况下，企业的运营资金以及再融资能力是保证持续经营的关键。2019年末，海底捞的现金及现金等价物为22.22亿元，疫情冲击后海底捞在2月22日获得银行信贷资金21亿元，使海底捞拥有足够的资金保障员工利益、抵御疫情风险。

2. 危中寻机：稳存量、增流量

突如其来的疫情沉重打击了“持续沸腾”的火锅业，企业资金状况和品牌优势在疫情下被明显放大。复工后企业经营以恢复为主、生存为先，而度过这一艰难阶段的关键在于长期积累的客源和足够承担损失的资金实力。疫情给予企业思考和改进的时间，从成本端看，火锅业主要承受较高的原料和人力成本，把控这两类成本能够提升盈利效率，获得更强的获利能力；从需求端看，火锅业新颖的营销点能够更好的吸引消费者，打破传统以适应多情景的需求成为扩展收入来源的重要方式。

2.1 完善供应链体系，加强成本把控能力

疫情期间房租、人员、食材成本给火锅企业带来了较大压力，而在疫情之前供应链布局完善的企业面对冲击具有更好的抵御能力，企业向产业链上游延伸业务，能更好的把控供应环节成本和质量，通过自建原料产地、自有供应系统能够较好地控制原料成本、灵活疫情期间供应。此外，已有企业通过自动化方式降低人力成本，例如智慧餐厅、机器人送餐。疫情凸显成本控制的重要性，而未来火锅企业也将完善供应链布局、向着科技运营发展。

把控供应端，降低上游成本。根据《2019 中国餐饮业年度报告》，火锅企业平均原料成本为 37.94%，较其他类成本而言占营业额比重最大。火锅产业链上游主要是以原材料和供应链为主的火锅供应体系，通过把控供应端能更大程度的降低食材成本和把握质量。火锅企业可通过与农业县区签订协议、自建原料产地等方式减少中介环节，提高价格的把控能力。而合理的供应链体系则能够更好的辐射门店、分摊成本，形成规模效应。

图 14: 海底捞自建羊肉产地



资料来源：网络资料，长城证券研究所

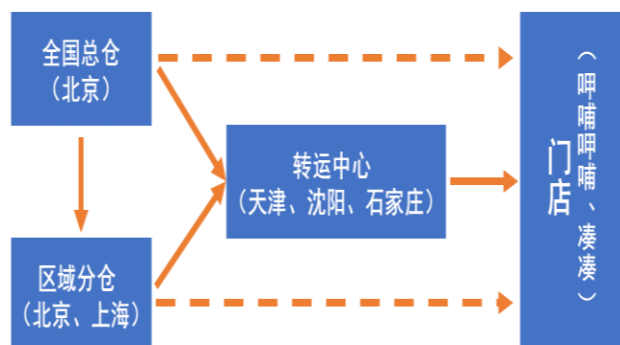
图 15: 呷哺呷哺与锡林郭勒盟签订协议



资料来源：网络资料，长城证券研究所

呷哺呷哺的客单价低与其原料成本把控密切相关，其羊肉来源主要是锡林郭勒盟威远畜产品有限责任公司，果蔬供应商通常选择有规模种植能力的合作社合作，通过协议方式可以较好的规避食材市场价格波动的风险。在供应链方面，呷哺呷哺由于门店分布较为集中，呈现北多南少分布形态，通过特有的三级配送体系能够合理满足门店需求，形成强大的辐射能力，分摊门店成本。

图 16: 呷哺呷哺三级配送体系



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

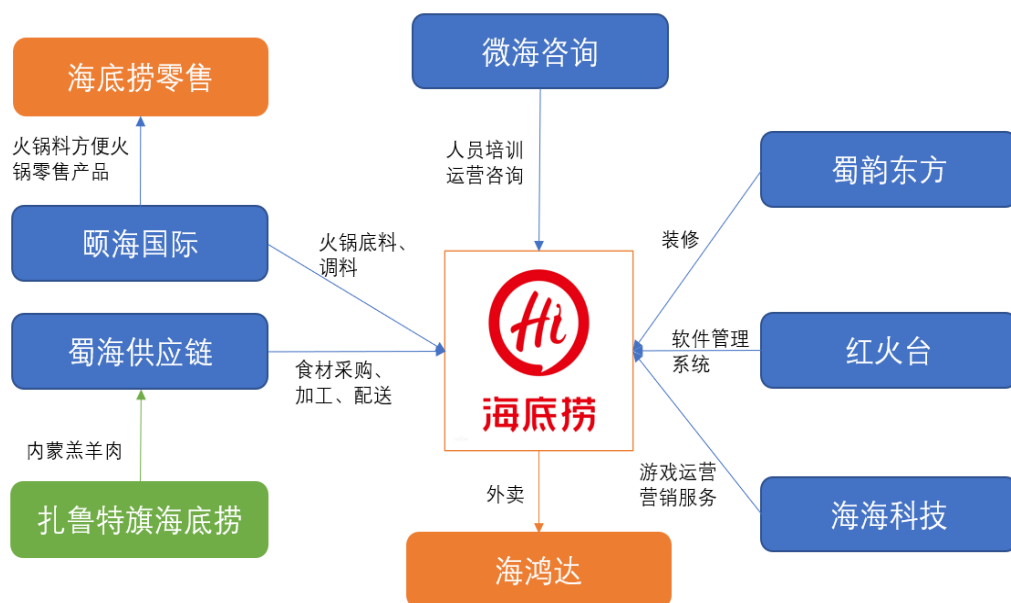
图 17: 呷哺呷哺、凑凑门店布局



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

海底捞同样有完善的供应端把控方式, 与呷哺呷哺签订合同形式不同, 海底捞采用关联方合作方式, 其羊肉产品主要来源于 2017 年全资收购的扎鲁特旗海底捞食品有限公司, 此外, 海底捞的供应链由蜀海供应链管理有限责任公司提供, 该公司于 2011 年 6 月成立, 由海底捞供应部门独立发展而来, 不仅为海底捞提供供应链管理, 还对其他企业提供供应链支持, 使海底捞拥有较强供应把控能力的同时扩展了收入渠道。

图 18: 海底捞供应链关联企业

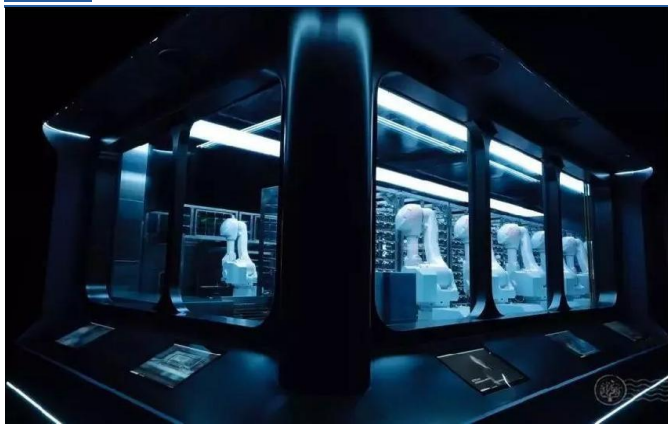


资料来源: 公开资料整理, 长城证券研究所

“传统火锅+科技”模式, 降低人员需求。火锅行业典型的劳动密集企业, 但随着自动化、AI 技术的发展, 机器人可以被应用于传统服务行业, 提升效率并降低人力成本。海底捞智慧餐厅的后厨采用 IKMS 智慧总厨大脑 (InSight Knowledge Management Systems 知识管理系统), 能够实时监控、管理, 维护整个无人后台的运行, 从下单到配菜到上桌, 实现后厨自动化生产, 可以节约后厨近 37% 的人力成本。呷哺呷哺也与普渡科技联手, 部分门店运用送餐机器人, 不仅能减少堂食顾客与传菜员的接触, 还能够将后厨出餐后的

外卖直接放置于门店外，方便外卖骑手无接触取餐。在效率方面，一个机器人相当于 1.5~2 名普通传菜员，能够为门店一天节省约 20 工时，极大降低人力成本。

图 19: 海底捞智慧餐厅机械化处理



资料来源：网络资料、长城证券研究所

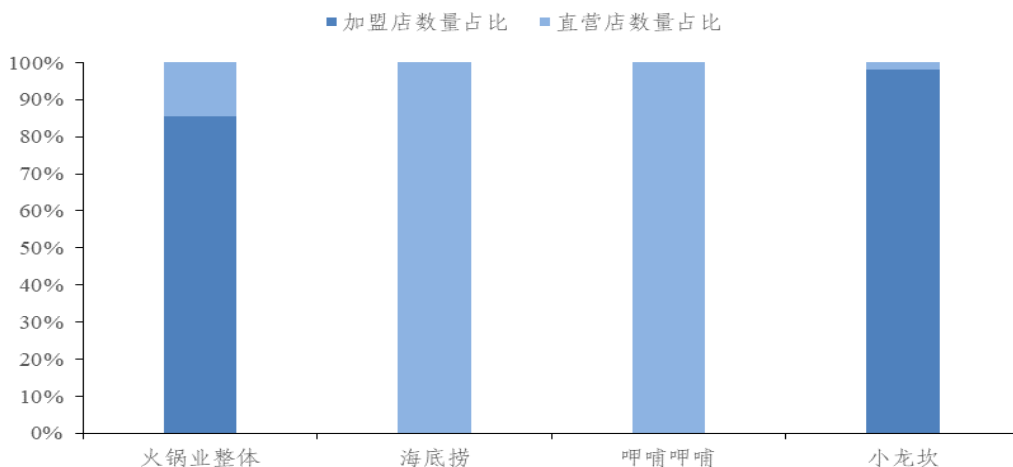
图 20: 呷哺呷哺送餐机器人



资料来源：网络资料、长城证券研究所

利用数字化管理加盟店。火锅企业门店扩张主要有直营模式和加盟模式，直营模式更利于把握门店质量，而加盟模式则更易占据市场份额。总体来看，火锅业加盟店的数量占比更大。相比而言，具有更大自主权的加盟店管理难度比直营店更大，面对风险的能力也弱于直营店。将管理流程置于数字化之下，充分发挥总部支持促进门店价值开发的能力，将原有的串联管理升级为并联管理，能够加快总部反应速度，给予及时的决策，在应对风险事件时能提供更有力的帮助。

图 21: 直营店与加盟店数量比重



资料来源：中国饭店业协会、公开资料整理、长城证券研究所

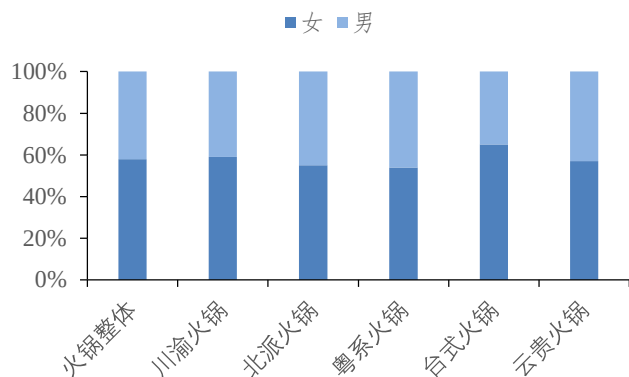
2.2 增强品牌吸引力，适应多情景消费需求

火锅业壁垒较低易形成同质化，为具有持续的吸引力，火锅企业也在不断探索新的营销模式以获得持续的吸引力。火锅市场收入不仅限于堂食，为适应多样的消费情景，火锅企业可以发展外卖、方便火锅、火锅料产品等获得多渠道现金流来源。

创新营销模式，形成独特优势。在火锅业较易同质化的情况下，企业的营销模式也能使其脱颖而出，而确定营销方式则首先要明确营销对象。据美团点评数据，20 至 40 岁是火

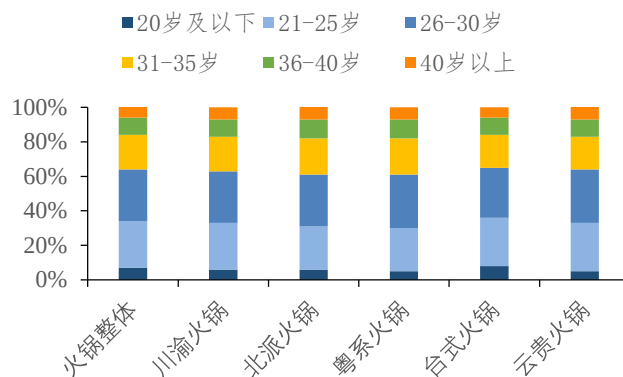
火锅消费主力人群，在性别上女性消费者更偏爱火锅，而这一年龄段的人群往往更加追求新鲜体验和“打卡”分享。在这一趋势下，许多火锅告别传统的广告模式，利用氛围主打环境新鲜性以及利用互联网将线上线下相结合，发展全域营销。

图 22: 火锅消费者性别比例



资料来源: 美团点评, 长城证券研究所

图 23: 火锅消费者年龄构成情况



资料来源: 美团点评, 长城证券研究所

2003 年非典使“一人一锅”的呷哺呷哺成为休闲小火锅的龙头企业，带动了小火锅模式的发展。而当休闲小火锅模式大众化后，呷哺呷哺则在 2016 年创新用餐环境，打造“火锅+茶饮”的凑凑，不仅客单价翻倍，还能够利用原有供应链的辐射优势进一步降低成本，2019 年凑凑已达到 102 家，营业收入较 2018 年增加 116%，为呷哺呷哺贡献了 20% 的营业收入。小龙坎则充分利用网红模式，通过新鲜的宣传语、跨界合作、明星打卡等多重方式营销，加之其近年来快速扩张门店占据市场份额，充分利用了“网红经济”的优势。

图 24: “火锅+茶饮”的凑凑



资料来源: 网络资料, 长城证券研究所

图 25: 小龙坎与可口可乐合作



资料来源: 网络资料, 长城证券研究所

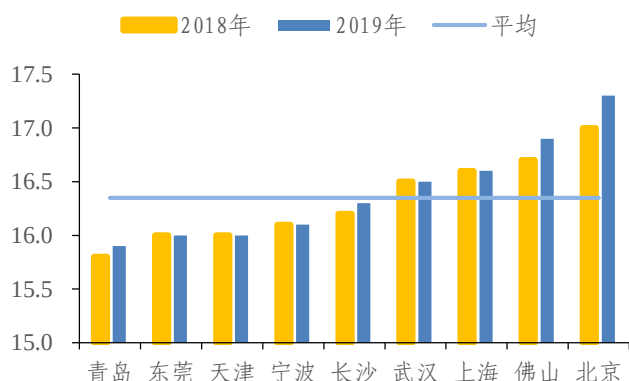
发展夜宵经济，弥补低翻台率。我国夜间消费需求逐渐丰富，深夜销售额约占总零售消费的六成，随着政府政策的大力推进和交通设施运营时间的增长，夜间经济将得到更有力的推动。据凑凑管理层的调查显示，中餐平均每 53 分钟翻台一次，而火锅至少要 1.5 小时，低翻台率是火锅业态自带的短板，除此之外，调查还发现约有 40% 的消费者是在宵夜时间吃火锅。在此背景下，许多火锅店会根据城市、门店区域选择合适的营业时间，部分企业也会推出夜宵折扣吸引顾客，以适应夜宵经济的发展。

表 7: 夜经济发展相关政策（部分）

年份	地区	政策文件
2017 年	南京市	《关于加快推进夜间经济发展的实施意见》
2018 年	西安市	《关于推荐夜西安的实施方案》
2018 年	北京市	《支持“深夜食堂”特色餐饮发展项目申报指南》
2018 年	天津市	《关于加快推进夜间经济发展的实施意见》
2019 年	北京市	《北京市关于进一步繁荣夜间经济促进消费增长的措施》

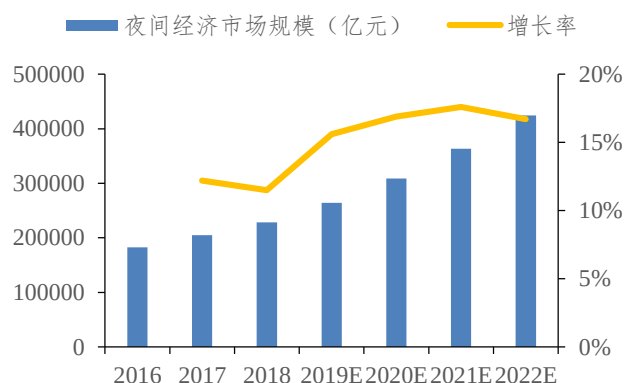
资料来源：艾媒咨询，长城证券研究所

图 26: 2018-2019 年中国城市地铁运营时间对比



资料来源：艾媒咨询，长城证券研究所

图 27: 2016-2022 年中国夜间经济发展规模及增长预测



资料来源：艾媒咨询，长城证券研究所

疫情按下火锅外卖“加速键”。餐饮企业开展外卖服务已非常普遍，然而火锅在实现外卖方面存在着较多弊端，通常情况下外卖食用方便、对于工具和场所的要求不高，与火锅的食用方式具有一定矛盾性。火锅外卖自 2015 年出现，但客户人群定位不清晰，且盲目模仿大品牌的家庭式火锅，导致 90% 的火锅外卖品牌运营不足三年即倒闭。目前火锅外卖主要分为两种：一种是类似海底捞的家庭式服务火锅外卖，从锅具、燃料到菜品一应俱全，食用方式与堂食相似；另一种是专为单人场景设置的小火锅，产品类似于冒菜，但食材为火锅常见菜品。火锅企业根据自身条件来发展外卖服务既能够渗透非堂食用餐场景，也能够满足消费者的口味需求。

表 8: 不同种类火锅外卖适应情况

	家庭式火锅外卖	小火锅外卖
代表企业	海底捞	呷哺呷哺（呷哺呷哺旗下外卖品牌）、小龙坎
优点	更好的保留火锅的食用方式	方便、价格较低，更适用于外卖场景
缺点	客单价高、食材保鲜性差、消费频率低	与麻辣烫、冒菜具有一定同质性，与火锅食用场景具有差异性。
适用企业	具有雄厚资金实力、品牌优势以及较高粘性客户群体的企业	资金实力较弱或定位小火锅的企业、大众火锅品牌、门店布局的配送范围多为办公场所的企业

资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

据统计在疫情期间全国有超 1.8 万家火锅店在美团上线外卖服务，成为支撑火锅店复工初期的重要现金流来源，由于川渝地区对火锅更加偏好，重庆火锅协会统计数据显示，2 月 13 日至 22 日，重庆外卖订单累计 3 万余，总消费额近 950 万元。根据中国饭店业协

会数据,2018 年火锅外卖占正常营业额比重为 5.7%。据此我们预计,通过开展外卖服务,能够节省 1/3 的门店人力成本,疫情期间能恢复至少 10%的营业额。

生产衍生产品,走进千家万户。火锅由于制作简单、方便,不仅是外出就餐的重要选择,也是居民家中饭桌上的常客。火锅调味料决定了火锅的口味,标准化生产能够避免口味偏差,扩展调味料业务能够同时满足火锅门店需求和居家自制火锅需求。近年来方便火锅也成为懒人经济下享用火锅的流行方式,与火锅堂食、火锅外卖同属于火锅产业链下游。但面对单人情景,火锅外卖成本较高,堂食则较为麻烦,因此方便火锅也成为单人用餐的新宠,据淘宝数据显示,2017 年天猫平台销售的方便火锅有近 200 个商家,而到 2018 年则扩增至 430 家,市场上已涌现出 50 多个相关品牌,目前方便火锅市场规模约为 62.5 亿元。传统火锅企业可依靠品牌优势发展调味品零售和方便火锅,较快获得消费者认可,形成优势。

图 28: 传统火锅企业火锅料产品



资料来源: 中国产业信息网、长城证券研究所

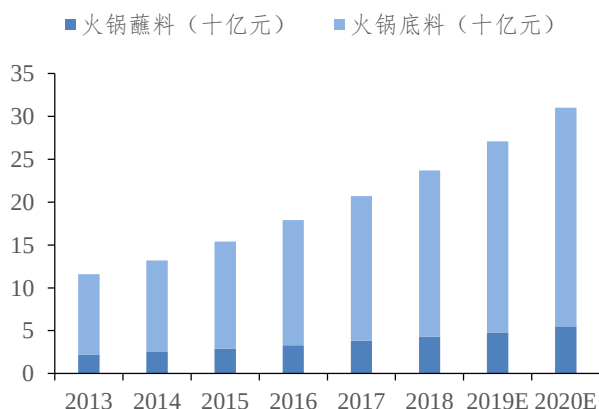
图 29: 传统火锅企业销售方便火锅



资料来源: 公司公告、长城证券研究所

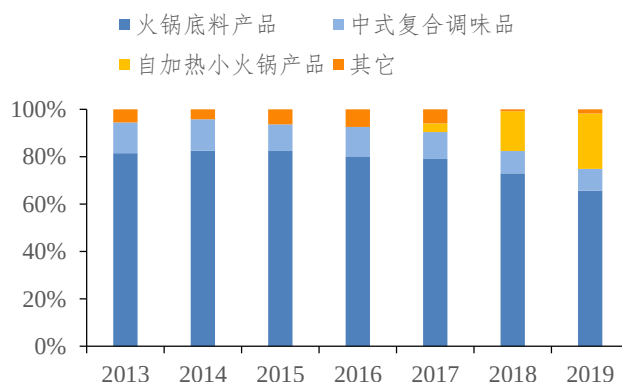
以海底捞为例,颐海国际是其主要供应商,2016 年从海底捞集团原生产线拆分而来,并在港交所主板上市。背靠海底捞集团,在战略布局上具有较好的协同效应,据颐海国际年报披露,2019 年业务销售有 38.84%来源于与海底捞的关联交易,随着海底捞规模的日益扩大,其销售收入也会随之增长。

图 30: 2013-2020 年我国火锅调味料市场规模及增速预测



资料来源: 中国产业信息网、长城证券研究所

图 31: 颐海国际各品类营收占比



资料来源: 公司公告、长城证券研究所

疫情期间方便火锅备受追捧，根据苏宁大数据显示，方便火锅这一品类销量同比大增370%，淘宝数据显示，在2020年1月20日至2月2日期间，自热食品在热销产品中排名第二，小龙坎自热火锅也创下了10分钟直播卖出上万盒的纪录。近年来方便火锅备受消费者追捧，食品类商家纷纷涉足这一品类，目前自热火锅主要来源于三类企业：自热食品领域品牌、传统线下火锅品牌、休闲零食制造商。传统火锅企业进军方便食品行业面对较大的竞争压力，从价格上看，火锅品牌定价与专注零售商品的品牌相比并不具有优势，而方便火锅在味道上也与堂食味道具有一定差异，当前销售主要依靠线下门店的声誉积累使消费者形成品牌信任。未来随着方便火锅业务的成熟，传统火锅企业可依靠自身的原料和供应链优势能够形成规模效应，同时可以尝试门店辅助零售，充分发挥品牌优势。

表 9：方便火锅部分品牌

	产品名称	价格(元)	净含量(g)	企业名称
自热食品领域品牌	莫小仙	20~35	350~420	灏腾国际贸易(上海)有限公司
	自嗨锅	20~39	160~320	重庆金陵洋电子商务有限公司
传统线下火锅品牌	海底捞	25~40	365~435	四川海底捞餐饮股份有限公司
	小肥羊	35~50	381~420	内蒙古小肥羊连锁有限公司
	德庄	26~45	320~470	重庆德庄实业(集团)有限公司
	小龙坎	25~40	360~400	成都小龙坎餐饮管理有限公司
休闲零食制造商	三只松鼠	20~30	350~410	三只 soon 概述股份有限公司
	卫龙	20~30	340~370	漯河市平平食品有限责任公司

资料来源：电商平台品牌官方旗舰店、长城证券研究所

3. 投资建议

强烈推荐关注：火锅龙头海底捞(6862.HK)、低估值优质标的呷哺呷哺(0520.HK)。疫情虽然对火锅业产生短期不利影响，但随着抗疫取得阶段性胜利，居民的外出消费量逐渐恢复，火锅业长期增长的态势不变。海底捞由于龙头优势显著，能够较快的恢复正常经营；呷哺呷哺具有较大的成本优势，供应链把控能力较强，面对疫情冲击的能力较高，并且拥有低估值优势，因此强烈推荐关注。

相关受益标的：火锅调味品龙头颐海国际(1579.HK)，以及连锁餐饮新贵九毛九(9922.HK)。火锅上游的复合调味品行业未来成长空间大，颐海国际作为海底捞的主要供应商，随着海底捞扩张其规模也会逐渐扩大，此外颐海国际不仅生产火锅料产品，近年来其方便火锅收入占比逐年上升，产品多元化能更好满足消费者需求，因此预计未来颐海国际有持续增长空间。而九毛九作为港股新进餐饮巨头，还需时日观察以及验证逻辑，我们也将持续关注与跟进。

4. 风险提示

全球范围内新冠肺炎疫情后续扩散的不确定性；

火锅/餐饮行业竞争激烈，需警惕企业现金流风险；

疫情恢复后居民消费能力不足风险；

火锅制品行业盈利能力下降风险等。

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日 起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）

英语类：四六级万词班专四专八雅思等

财经类：初级会计、中级会计、注册会计师、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审

公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360

银行：银行招聘、笔试、面试

教师资格：小学、中学、教师招聘面试

建筑：一建、二建、消防、造价

法考：主观题、客观题

多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容

精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI

课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...

押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计师、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。

资料领取微信：1131084518

行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽晕染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格考试备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

上万 GB 教学资料 (均全套, 非杂乱) 免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等 (全套 1000 多 GB)

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等 (更新超 2000GB)

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料 (超过 2 万 GB)

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	慕泉	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课		泡妞撩汉性福合集

注: 太多了, 无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好:	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器:	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动:	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	乒乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用:	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习:	英语				
电脑 IT:	办公 office	PS 美工教学			

暗号: 666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com



如果群里报告过期

请加**微信**联系我索取最新

- 1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告;
- 2、每日分享当日**华尔街日报、金融时报**
- 3、**如果看到群里报告过期了，请扫码联系**
- 4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，
仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。

